

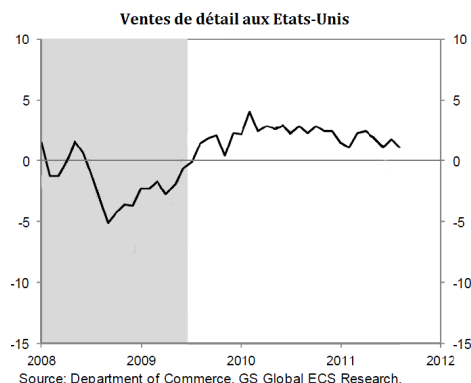
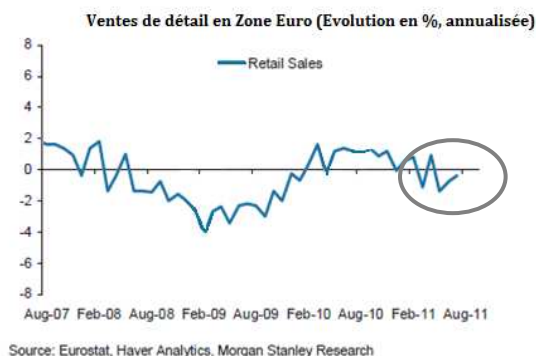
Focus Economique

Au tout début du mois d'août, nous avons révisé totalement notre scénario économique et financier. Il nous est alors apparu clair que la croissance n'était plus autoentretenu et que toutes les zones géographiques dans le monde ralentissaient. Le thème du ralentissement constitue, avec les inquiétudes sur le secteur financier, la principale source du retournement des marchés.

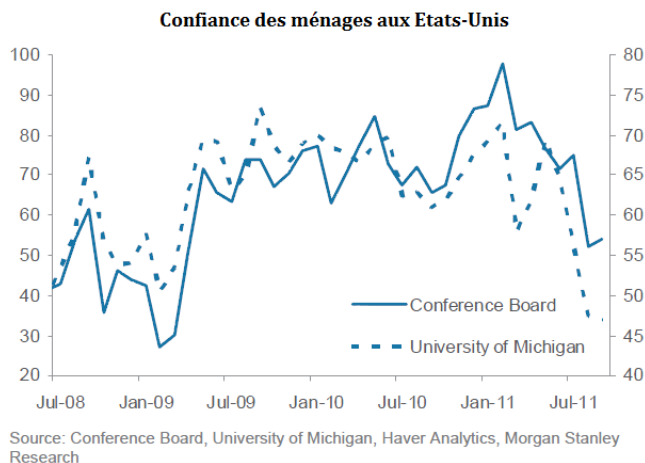
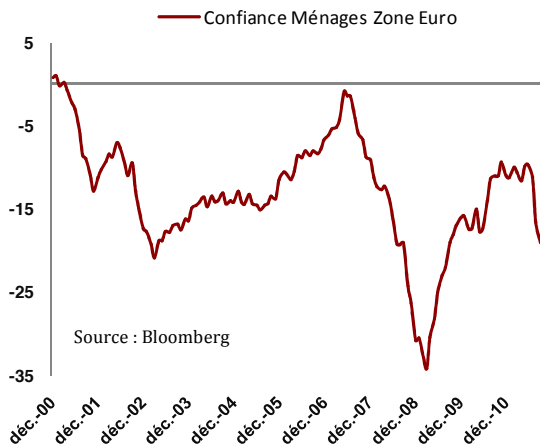
Nous nous proposons avec ce commentaire de nous concentrer sur le volet économique, en présentant une analyse parfois anecdotique, zone par zone. Les inquiétudes sur le secteur bancaire pourront être apaisées le 23 octobre lors du sommet européen. Mais pour cela, il faudrait que les dirigeants de l'Eurozone s'accordent pour doter le Fonds de Solidarité Européen d'un effet de levier suffisant, de nature à rassurer sur les garanties apportées.

Europe & Etats-Unis :

Consommation : Elle continue à se tasser, bien entendu :



Mais plus important encore les indices de confiance des ménages baissent, ce qui laisse augurer d'une décélération supplémentaire:



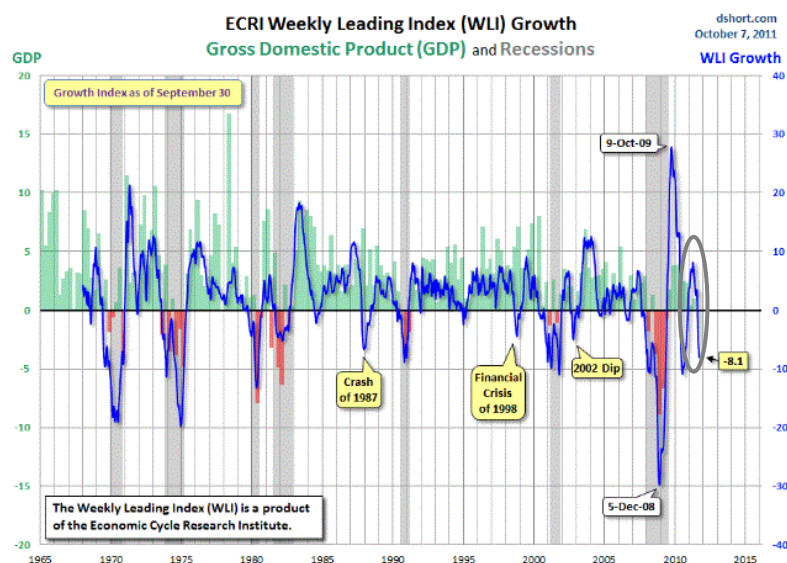
Inutile de préciser que ce manque de confiance s'est aggravé récemment avec le stress financier européen et les politiques d'austérité qui se mettent partout en place, ainsi que les attermolements des dirigeants politiques de tous pays. Dans un mouvement parfaitement ricardien, la hausse du taux d'épargne est en Europe, une conséquence inévitable mais fâcheuse. Quant aux USA, le taux d'épargne n'est pas près de baisser sous la pression de la logique de désendettement des ménages, alors que le taux de chômage et le salaire horaire stagnants n'augurent pas d'une hausse des revenus.

Dépenses Publiques : Là aussi, il est inutile de préciser que la focalisation des attentions sur le problème de la dette des états conduit à attiser l'austérité budgétaire, sous la pression des marchés et des agences. Le paquet budgétaire français de cet été, d'un montant de 12 milliards d'Euros, et celui des Etats-Unis pour 1200 milliards de dollars sur 10 ans sont à cet égard, édifiants. Tous les pays européens sont dans la même logique.

Exportations : L'agence Bloomberg a annoncé le 4 octobre que Daimler, BMW et Volkswagen avaient mis en place des rabais sur le prix de leurs voitures en Chine. Un signe de plus que tous les pays émergents ralentissent... Fortement au Brésil et en Inde, modestement en Russie et en Chine, avec des inquiétudes particulières sur l'économie de cette dernière.

Investissement : La CCI de Paris, dans un sondage mené en septembre, relève que sur 6000 chefs d'entreprise interrogés, plus de la moitié envisageait de reporter temporairement ses plans d'investissements, face à l'incertitude conjoncturelle. David Farr, patron de la branche réseau d'Emerson, annonce le 4 octobre que de nombreux clients étudient un gel temporaire de leurs commandes sur des réseaux électriques.

⇒ *On constate donc que toutes les composantes du PIB en Europe et aux Etats-Unis pointent dans le sens d'une récession ou au mieux d'une croissance quasi-nulle. L'institut ECRI, qui a su correctement anticiper les récessions précédentes des USA, a indiqué le 30 septembre que les Etats-Unis allaient inévitablement entrer en récession.*



L'ECRI WLI et la prévision passée des récessions aux USA. Source : ECRI

La situation ne serait pas si gênante si les politiques monétaires et budgétaires venaient à la rescousse de l'économie. Mais, pour la première fois depuis 60 ans, le cycle économique est livré à lui-même, car un assouplissement monétaire est soit inenvisageable (les taux sont au plus bas) soit inopérant. Quant à un plan de relance d'investissement public, façon « New Deal » de Roosevelt, financé par la monétisation des dettes auprès de banques centrales, ce serait évidemment un formidable outil de relance. Malheureusement, pris dans l'étau psychologique du désendettement sous la pression des marchés et des agences de notation, les décideurs politiques sont dans l'incapacité de l'imaginer et encore moins de le mettre en place. Le mauvais déficit (déficit structurel) des comptes publics a fait oublier qu'il y a un bon déficit (dépenses conjoncturelles de relance par l'investissement public)

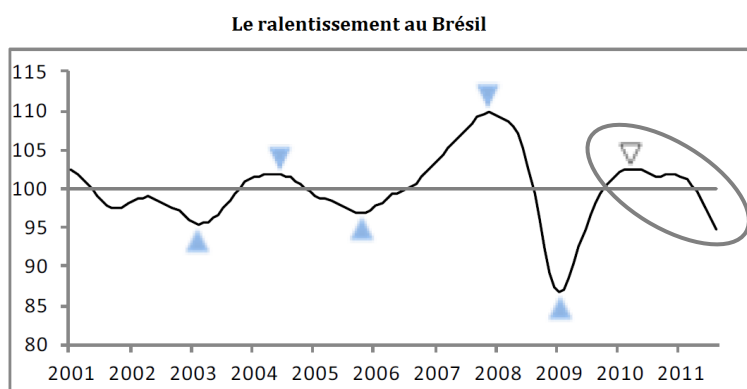
Pays émergents :

La encore il n'est pas dans notre intention de faire la liste complète des indicateurs. Notons simplement que Goldman Sachs a révisé récemment ses prévisions de croissance :

Pays	2011		2012	
	Ancienne	Nouvelle	Ancienne	Nouvelle
Brésil	3,7	3,5	3,8	3,3
Chine	9,3	9,1	9,2	8,6
Inde	7,3	7	7,8	7,4
Russie	4,5	4,2	4,5	3,5
BRICS	7,6	7,5	7,8	7,3

Source: Goldman Sachs ECS Research

Notons aussi que les indicateurs avancés chutent dans tous les pays et plus particulièrement au Brésil et que la banque Centrale s'en alarme au point d'avoir baissé les taux courts. Le principal risque qu'elle identifie est la contagion des pays développés aux pays émergents. Le ralentissement est donc là et sous-estimé par les prévisionnistes.



Source : OCDE. Indicateur composite qui identifie les retournements de tendance de l'activité économique (flèches)

Ce qui est impossible à quantifier, mais qui présente un risque considérable, c'est la possibilité d'une bulle d'investissement industriel et immobilier en Chine. L'investissement représente au total 50% de l'économie chinoise, dont 18% pour la construction et 12% pour les infrastructures.

Quelques chiffres intéressants :

- Il y aurait en Chine plus de 16 millions de logements vides, selon CLSA.
- Cheung Kong, la première société immobilière de Hong Kong, propriété de Li Ka Shing, n'a plus de dette et a vendu l'essentiel de son patrimoine immobilier.
- Les ventes de grues et de bulldozers sont en baisse en 2011 par rapport à 2010. Passons rapidement sur les histoires de villes fantômes tant les invendus sont élevés.
- Risque supplémentaire pour la Chine : près de 1400 milliards de dollars de dettes immobilières sont concentrées dans les LGFV (Local Government Finance Vehicles), véhicules d'investissement appartenant aux gouvernements locaux, très majoritairement financés par les banques. Sur la totalité des sommes prêtées, 7% ne seraient pas remboursés, selon la Société Générale (on parle alors de NPL, Non Performing Loans), ce ratio pouvant potentiellement atteindre les 16%. La part des créances déjà provisionnées n'excède d'ailleurs pas 0,5 à 1% du total.
- Enfin, les Trusts Funds, prêteurs hors circuit bancaire rassemblent 3 600 milliards de Yuans (570 milliards de dollars) d'épargne de particuliers et de sociétés, selon la China Banking Regulatory Commission. Ces capitaux prêtés à des taux de 20 à 40% par an financent des activités de moins en moins rentables dans l'immobilier ou le commerce et peuvent être considérés à risque.

Quelques conclusions d'investissement :

Actions de pays développés et émergents : Il ne faut pas réinvestir sur le moyen / long terme. La valorisation n'a que peu d'importance et ce sujet sera d'ailleurs l'occasion d'un prochain article. Tant qu'il n'y a ni prémisses de rebond économique, ni plan d'action crédible sur la relance économique et sur la réduction du stress financier européen (dettes périphériques et risque bancaire), il n'est pas souhaitable de revenir structurellement sur les bourses. Par contre, des achats avec un horizon court (quelques semaines) sont possibles, pour profiter d'un excès de pessimisme. Ces rebonds peuvent générer un Alpha significatif.

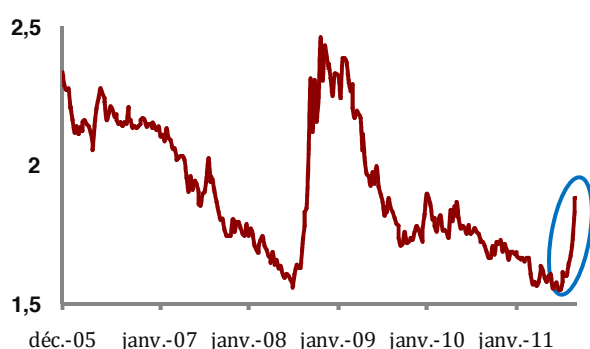
Obligations privées : Même conclusion, à cause de l'aversion au risque. Toutefois, la qualité des bilans devrait les rendre attractives avant les actions. Des points d'entrée sont possibles à un horizon proche.

Emprunts d'états allemands et américains : C'est en théorie une bonne classe d'actifs pour jouer le *Fly to Quality* mais les niveaux des rendements extrêmement bas interdisent d'y investir pour y prendre plus que des positions de très faible durée.

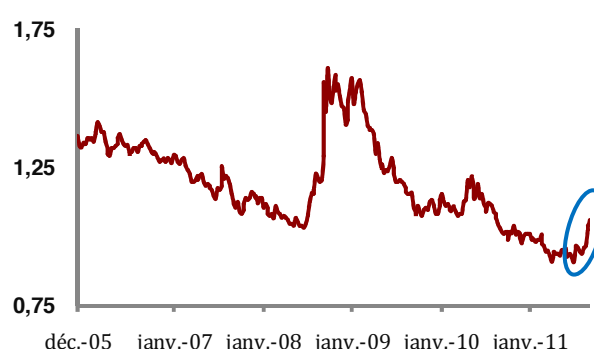
Franc Suisse : Le statut de valeur refuge du Franc Suisse a provoqué son appréciation rapide dans un mouvement de *Fly to Quality* excessif, qui aurait pu permettre de prendre des positions à la hausse. La récente intervention de la banque centrale helvétique interdit désormais de jouer l'appréciation de cette devise.

Devises émergentes : Les devises émergentes, surévaluées, très corrélées aux matières premières et au cycle économique, et à fort financement extérieur sont un bon moyen pour jouer le thème du ralentissement.

Le Dollar U.S. face au Réal Brésilien



Le Dollar U.S. face au Dollar Australien



Source : Bloomberg, Aliénor Capital

Or : On assiste actuellement à des liquidations importantes, synonymes de prises de bénéfices pour couvrir des pertes sur d'autres classes d'actifs (comme en 2008). Le contexte reste favorable à l'or, une fois la phase de liquidation terminée.